

令和 3 年 5 月 6 日現在

機関番号：10104

研究種目：若手研究

研究期間：2018～2020

課題番号：18K12888

研究課題名（和文） 配当のパズルと報告利益管理行動に関する実証研究

研究課題名（英文） Earnings Management and Dividend Puzzle: Empirical Evidence from Japan

研究代表者

市原 啓善 (ICHIHARA, hiroyoshi)

小樽商科大学・商学部・准教授

研究者番号：60732443

交付決定額（研究期間全体）：（直接経費） 2,500,000円

研究成果の概要（和文）：本研究は、配当政策と報告利益管理の関係について、我が国企業の財務データおよび株価データを用いて検証したものである。本研究では、株主還元における減配時に焦点をあて、経営者が報告利益を通して市場にシグナルを送っているのか、あるいは、財務の柔軟性の低下を嫌い、投資家が抱く復配への期待を遅らせるために、利益減少型の報告利益管理を行っているのかについて解明するものとなる。

研究成果の学術的意義や社会的意義

企業の配当政策は、毎期、多額の現金が投じられ、多くの利害関係者の関心を集める重要な財務意思決定であり、企業価値に大きな影響を及ぼす。しかし企業の財務政策・投資決定が、企業経営者の会計行動に及ぼす影響について、配当政策の観点から検証した研究は世界的にまだまだ限られた状況あり、財務会計分野だけでなく、ファイナンス分野、経営財務分野等にも広く貢献することが期待されるものとなる。

研究成果の概要（英文）： This study investigates the relationship between the earnings management and dividend policy of Japanese firms. This research empirically examines earnings management surrounding dividend cut to determine whether management is manipulating earnings downward to avoid the discipline imposed by dividends in the years ahead or whether they are signaling to the market.

研究分野：会計学

キーワード：財務会計 利益調整 利益の質 配当政策 実証分析

科研費による研究は、研究者の自覚と責任において実施するものです。そのため、研究の実施や研究成果の公表等については、国の要請等に基づくものではなく、その研究成果に関する見解や責任は、研究者個人に帰属します。

1. 研究開始当初の背景

企業の配当政策は、毎期、多額の現金が投じられ、多くの利害関係者の関心を集める重要な財務意思決定であり、企業価値に大きな影響を及ぼす。しかし企業の財務政策・投資決定が、利益の質 (earnings quality) に及ぼす影響について、配当政策の観点から検証した研究は世界的にまだまだ限られた状況にある。

日米における企業の配当行動に関するこれまでの先行研究においては、企業経営者が減配の実施に対して強い抵抗感を抱いていることが一貫して指摘されている。Watts and Zimmerman (1986) で体系化された実証会計理論では、減配回避を志向する企業経営者には、配当財源の確保を目的とした利益増加型の会計選択を行う動機を有するとする債務契約仮説が提示されている。そこで、配当行動と報告利益管理行動に関する初期の実証研究においては、会計情報のもつ契約支援機能の観点から、配当制限条項を有している企業の中で、条項に抵触しそうな企業や、すでに抵触している企業ほど、利益増加型の会計選択を行っていることを明らかにしようとした研究が行われてきた。

ところが近年では、起債時に財務制限条項を設定する企業はほとんど見られなくなっており、また、融資契約における財務制限条項の抵触コストが減少していることも指摘されている状況にある。こうした契約環境の変化も背景にして、会計情報のもつ契約支援機能の観点からではなく、利益ベンチマークの達成という株式市場に関する動機の観点から、減配回避を目的とした報告利益管理を検証する研究が近年になって行われるようになってきている。

当該会計行動に関する実証研究については、Daniel, Denis and Naveen (2008) を嚆矢として近年提示され始めたばかりである。そのため、米国においてもわが国においても研究の蓄積はいまだ少ない状況にあり、その手法 (会計的裁量行動と実体的裁量行動の関連性を含め)、株式市場および社債市場に及ぼす影響、さらに、増配や自社株買いが利益調整行動に及ぼす影響等、配当政策が利益調整行動に及ぼす影響の解明が期待されている。

2. 研究の目的

先行研究では、配当は、将来キャッシュ・フローや資本コストに関する経営者の私的情報を伝達するために使用される、あるいは、経営者と株主との間のエージェンシー・コストを削減するために使用されると考えられている。本研究の目的は、株主還元における減配時に焦点をあて、経営者が株価下落を抑制するために利益増加型の報告利益管理を志向しているのか、あるいは、財務の柔軟性の低下を嫌い、投資家が抱く復配への期待を遅らせるために、利益減少型の報告利益管理を行っているのかについて明らかにすることにある。減配が報告利益管理行動に及ぼす影響を検証するにあたり、本研究では次に示す 2 つの対立する仮説を提示する。

まず、配当のシグナリング仮説の理論展開は、Bhattacharya (1979)、Miller and Rock (1985) 等でなされており、配当変化は、企業の経済的価値に関する経営者の持つ私的情報を伝達するものであると考えられている。増配が将来業績に関するプラスのシグナルとして解釈されるため、増配発表に対して、市場はプラスに反応すると考えられている。そして、多くの実証研究でもこれを支持する証拠を報告している。ただし、減配局面においては、減配は、株価にマイナスの影響を及ぼすことが明らかとなっている。経営者は、減配による株価の下落を回避したいインセンティブを有していることから、減配局面においては、減配による株価下落を緩和する手段として裁量的会計発生高を利用した利益増加型の報告利益管理を志向すると考えられる。

つぎに、フリー・キャッシュフロー仮説の理論展開は、Jensen (1986) でなされており、企業価値を高める機会が無い余剰資金 (free cash flow) が配当によって流出されることで、経営者の浪費が防止されると考えられている。この理由から、減配を実施した企業経営者においては、投資家とのエージェンシー費用を引き下げするための手段の 1 つとして、いずれ、復配を通して余剰資金の悪用がないことを安心させる必要が生じると考えられる。Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)、Kale et al. (2012) が指摘するように、企業経営者は、財務の柔軟性 (financial flexibility) の低下を嫌う傾向にあり、Smith and Pennathur (2019) は、投資家が抱く復配への期待を遅らせたい企業経営者にとっては、報告利益を下方管理するインセンティブを有していることを指摘している。利益減少型の報告利益管理による財務柔軟性の向上は、企業経営者に対して、将来の復配や復配後の安定配当を維持するための配当原資の捻出や、目標利益の達成を容易にするものである (cookie jar reserves)。そのため、減配企業では、(株価下落を回避するための利益増加型の報告利益管理は行われず) 利益減少型の報告利益管理が行われていると考えられる。

3. 研究の方法

本研究の分析対象期間は、2001 年 3 月期から 2018 年 3 月期までの 18 年間である。分析対象企業は、金融・保険業を除いた東京証券取引所上場企業で、決算月数が 12 ヶ月の 3 月決算企業である。最終的な分析サンプルは、30,200 企業・年となっている。

本研究の仮説の検証には、Smith and Pennathur (2019) に基づき、次の回帰モデルを用いる。

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 OM + \beta_2 DEC + \beta_3 MB + \beta_4 ROA + \beta_5 SIZE + Year + Industry + \varepsilon_t$$

被説明変数 Y は、報告利益管理の代理変数であり、裁量的会計発生高 (DA : discretionary accruals)、異常営業キャッシュ・フロー (ACFO : abnormal cash-flow-from-operations)、異常製造原価 (APROD : abnormal production-cost)、異常裁量的費用 (ADIEX : abnormal discretionary-expenses) を用いてそれぞれ推定する。OM および DEC は、配当を減少させた企業であれば 1、それ以外では 0 とするダミー変数である。OM は無配転落 (omission) を示し、DEC は配当減少後も配当支払いの有る企業 (decrease) を示している。その他に、報告利益管理に影響を及ぼすと考えられている要因をコントロールするために、MB、ROA、SIZE、Year、Industry 変数を含めている。MB は、時価簿価比率であり、株式時価総額を簿価で除した変数である。ROA は、特別損益控除前利益を期首総資産で除した変数である。SIZE は、株式時価総額対数である。なお、MB、ROA、SIZE は、同一業種・年内の平均値からの差分を用いている。Year、Industry は、年度ダミー、産業ダミーである。配当減少企業が、利益増加型 (減少型) の報告利益管理をしている場合、 β_1 および β_2 の符号は正 (負) になることが期待される。

なお、裁量的会計発生高は、Kasznik (1999) で提示された CFO 修正 Jones モデルに基づき、年度別産業別に推定してその残差として定義する。異常営業キャッシュ・フロー、異常製造原価、異常裁量的費用は、Roychowdhury (2006) で提示されたモデルに基づき、年度別産業別に推定してその残差として定義する。さらに、会計的裁量行動と実体的裁量行動をあわせた報告利益管理の代理変数として、Badertscher (2011) で提示された EM 変数の算定も行う。

4. 研究成果

多変量回帰分析の結果、無配転落 (omission) および減配 (decrease) の係数は、おおむね負値であり、統計的に有意な結果を得た。これは仮説 1 とは整合しない結果である。減配企業は、株価下落の回避を目的に、裁量的会計発生高を増加又は裁量的費用を減少させることで、利益増加型の報告利益管理を行っていないことを示唆している。検証結果からは、減配企業では、会計的裁量行動および実体的裁量行動をとおして、利益減少型の報告利益管理を行っていることを示唆しており、仮説 2 と整合する結果である。利益減少型の報告利益管理による財務柔軟性の向上は、企業経営者に対して、将来の復配や復配後の安定配当を維持するための配当原資の捻出や、目標利益の達成を容易にするものである (cookie jar reserves)。記述統計からも、減配企業には、業績悪化企業が多く含まれていることがうかがえた。これらの企業では、正規価格での販売、タイトな信用条件での販売、過剰生産の抑制、裁量的費用の過剰な負担を通して、利益減少型の報告利益管理が行われている可能性を示唆している。

なお、裁量的会計発生高の代替的な尺度を用いても頑健な分析結果を得ている。さらに、分析結果がアクルーアルズの反転等による一過性のものではなく、減配企業では、複数年において利益減少型の報告利益管理が行われていることを示唆する結果も得ており、分析結果は頑健であるといえる。

そして、追加分析では、株式市場では、減配発表企業の報告利益管理と日次異常リターンとの間に負の関係があることが析出された。この結果は、株式市場は、減配企業が実施する利益減少型の会計的裁量行動および実体的裁量行動を、企業経営者の将来業績に関するマイナスのシグナルであると認識していない可能性を示唆している。

分析の結果、我が国企業では、会計発生高、販売活動、生産活動、裁量的費用を用いた利益減少型の報告利益管理が、減配発表年度を含む前後数年間に及んで行われていること。そして、減配後には増益傾向が観察されること。さらに、株式市場では、減配発表企業の報告利益管理と日次超過収益率との間に負の関係があることが析出された。すなわち、減配企業では、株価下落を回避するための利益増加型の報告利益管理は行われにくく、将来の復配や復配後の安定配当を維持するための配当原資の捻出や、目標利益の達成を容易にするための財務柔軟性の向上を目的に、利益減少型の報告利益管理が行われていると考えられる。

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計0件

〔学会発表〕 計2件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 0件）

1. 発表者名 市原 啓善
2. 発表標題 減配と報告利益管理行動に関する実証分析
3. 学会等名 日本経済会計学会 第37回年次大会（早稲田大学）
4. 発表年 2020年

1. 発表者名 市原 啓善
2. 発表標題 減配と報告利益管理行動に関する実証分析
3. 学会等名 日本会計研究学会 第79回全国大会（北海道大学・北星学園大学）
4. 発表年 2020年

〔図書〕 計2件

1. 著者名 市原 啓善ほか	4. 発行年 2021年
2. 出版社 五紘舎	5. 総ページ数 171
3. 書名 基礎簿記会計 五訂版	

1. 著者名 櫻田譲・中島茂幸・市原啓善ほか	4. 発行年 2020年
2. 出版社 五紘舎	5. 総ページ数 293
3. 書名 New ベーシック税務会計 <企業課税編>	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

	氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
--	---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------